

No.1621

2003年12月

発展途上国の株高の背景について

伊豆 久(1)

ユーレックスvsシカゴ ~ユーレックスのアメリカ市場参入~

吉川 真裕(12)

アメリカの市場情報課金のあり方について ~市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより~ 清水 葉子(27)

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所

発展途上国の株高の背景について

伊 豆

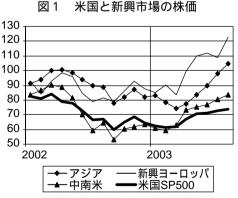
ス ス

はじめに

の高騰には目を見張るものがある。その要因として、実体面では、 この間の上昇率は四七%に達した。 今年の株式市場 (日経平均) は、 その後、 四月二八日の七六〇七円を底に上昇、 | | 月からは不安定な動きが続いているが、今年春から秋にかけて りそな銀行への公的資金注入にともなう金 一〇月二〇日には一一一六一円をつけ

ıΣ 回復 返上売り総額の見きわめ、 家に追随する個人 (ネット) 投資家の回転売買、 融不安の沈静化 などであり、 民間主導の また需給面では、 (財政拡大をともなわない) 輸出・デジタル家電関連を中心とした企業業績 外国人投資家の買い越し、 持合い解消売りの縮小、 景気回復期待の などが指摘されてき 外国 八投資 代行 ത

五月にかけて底値を付け、そこから一○月末から一一月初めにかけて 日本だけではなかったことがわかる。 んどの国で株価が上昇しており、 かしながら目を海外に転じると、 しかも、 先進諸国、 今年株価が大幅に上昇し 各国ほぼ共通して三月から 新興諸国ともにほ た のは た



(注)新興市場の株価はMSCI各地域指数(ドル建て)。2001年1月を100として指数化。 (出所)文献 ,p.10.

上昇している (図1)。

今年、世界全体に共通の大きな変化が生じたことということであ

ろうか。

不安感が、三月から五月に向けての下押し要因となり、 アメリカの対イラク戦争やアジアを中心に広がったSARSへの しかし、

想外に早期に「終息」宣言が出されたことで、その後は各国を横 要因のほか、 する強い上昇圧力となったことは間違いない。こうした非経済的 一昨年からの主要国の金融緩和(図2)が世界的な流動 米国経済が堅調に推移し各国とも米国向け輸出が伸

しかし、今年の世界的な株高現象におけるもう一つの特徴は、先

性相場を演出したという面もあるだろう。

で先進国を上回る株価の大幅な上昇を達成したのは、どのような要因によるのか。その背景には、通貨危機以降 見舞われてきた。市場は、新興市場のリスクに敏感になっていたはずである。にもかかわらず、今年、多くの国 ジア危機に始まって、九八年のロシア、ブラジル、そして○一年末のアルゼンチンと、次々と通貨・経済危機に 進国よりも新興市場諸国において株価の上昇率が高かったことである。 九〇年代末から、途上国は、 九七年のア

以下、今年の新興市場における株価の上昇の背景について検証することとしたい。

のどのような変化があるのだろうか。

日米英ユーロ圏の政策金利

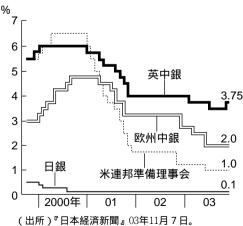


図 2

1 構造改革の進展

では、 た 資家にも高く評価されているのである 貧困対策予算の削減な たルラ候補が当選、その経済運営を懸念する声が高まったが、今年一月の就任後、彼はその方針を大きく転換し :興市場をめぐる変化の第一は、 昨年の大統領選挙で、対外債務の返済停止を含む反「ワシントン・コンセンサス」的主張をくり返してき IMFとの協調の重視、 公務員年金の削減を柱とする年金改革への着手、などであり、こうした変化が海外の投 対外債務返済の確約、 欧米投資家に評価される方向への改革が進んだことである。例えばブラジル FTAA (米州自由貿易協定) 交渉での対米譲歩、

入が始まり、国内年金資金の市場への流入も株価を押し上げている模様である。 革の進展が期待され、 また、東欧では、来年五月一日に一○カ国がEUに正式加盟することが決定。国有企業の民営化を含む構造改 外国からの直接投資、ポートフォリオ投資が拡大している。 と同時に、 企業年金制度の導

採用、 ッシュ・ペトロリアムがロシアの石油会社への出資を表明し、それがロシア企業改革の国際的信認を意味するも う事情もあり、その後ロシア株は軟調に推移している。 逮捕されると、今後の政治的動揺も懸念されるほか、そもそも上場株式時価総額の約半分を石油株が占めるとい のと見なされたことなどであった。ただし、周知のように一〇月二五日にロシアの石油最大手ユーコスの社長が 六倍となった。その背景にあったのは、石油価格が高値で推移したことのほか、大手石油会社が国際会計基準の ロシアでも、一〇月末まで株価の上昇が続き、代表的株価指数RTS指数は、九八年の経済危機時のおよそ一 社外取締役制度の導入など欧米流のコーポレート・ガバナンスを取り入れたこと、また、二月にブリティ

こうした新興市場に共通するのは、構造改革の進展ということになるであろう。今年は、一次産品価格の上昇

という、途上国にとっての追い風があったとはいえ、より根底にあるのは、ブラジル大統領の方針転換が象徴す を表明しているが、構造改革そのものはむしろより深く新興市場に浸透しつつあり、市場もそれを高く評価して ン・コンセンサス」流の経済改革は、アジア危機以降厳しい批判を浴び、IMF自身も行き過ぎた介入への反省 財政赤字の縮小、 経済の対外開放、 規制緩和など市場志向型の経済改革の推進であろう。「ワシント

2 経常収支黒字と資金フローの変化

いるように思われる。

米国の拡大し続ける輸入に支えられて、東アジア諸国は、大幅な貿易黒字を生み出すようになったが、このこと る世界の資金フロー全体に大きな影響を与えていることである。九七年のアジア危機以来の割安な為替レート、 途上国の株高を支えた二つ目の要因は、東アジア諸国を中心に経常黒字の拡大が続き、それが米国を中心とす

の影響は三点に及ぶと思われる。

の急回復とともに、タイの六%を先頭に東アジア地域の成長率を押し上げており、それが株価にも反映している た半導体部門や中国経済向けの自動車部品などの輸出の拡大が、航空・ホテルなどSARSの打撃を受けた業種 つは、この輸出の拡大が、 経済全体の拡大に貢献していることである。 世界的なIT産業の「復活」を受け

のである。

安や半導体価格の下落などによる九六年からの貿易収支の悪化が、重要な原因となった。直接的には、経常収支 クロ的側面での問題 (金融機関・企業・監督機関のリスク管理の不備、ガバナンスの機能不全など)のほか、 | 経常黒字の拡大が通貨危機再現の可能性を低下させていることである。九七年のアジア危機では、 円 Ξ

収支黒字にともなう通貨上昇圧力を緩和するために市場介入を繰り返し、 の悪化、 れによって、後述する債務の減少とあいまって、通貨アタックに対する抵抗力が著しく高まったと見なされてい 外貨準備の枯渇、 外国銀行のロールオーバーの拒否が危機へと繋がったのである。その後各国は、 巨額の外貨準備を積み上げてきた。

るのである

はいかない状況にあるからであり、各国の市場介入がこの資金循環の不可欠の環となっているからにほかならな 認せざるをえないのは、米国経済が財政支出に依存せざるをえなくなったにもかかわらず金利を引上げるわけに 関投資家が、 赤字をファイナンスし、 されているドルを支え、 が世界の資金フローを支えていることである。すなわち、 からの新興市場株式投資)が生じているのである。アジア諸国の市場介入を、米国が、不快感を示しながらも黙 上昇を抑制して、それが米国の景気と株価を下支えし、 れが、○三年度(○三年九月まで)で三七○○億ドル(来年度は五○○○億ドルの見込み)となった米国の財政 国通貨売りドル買い) が、今年経常赤字が五〇〇〇億ドル (GDP比五%) に達し実体的には強い下落圧力に晒 そして三点目に、この外貨準備が、 そしてそれが、途上国株式に対する外国人買いにもつながっているのである。 米国以外の各国株式の組入れ比率を引き上げる、といった展開(新興市場からの米国債投資と米国 ドル高によるインフレ抑制と外国資金による財政赤字ファイナンスが米国長期金利の 市場介入によって積み上げられた外貨準備の多くは米国国債で運用されているが、 米国との間で「債券」と「株式」の一種のスワップ取引を再現させ、それ 米国株価の上昇を受けて、国際分散投資をおこなう機 日本を含むアジア諸国による市場介入(すなわち自 そ

いること、 盛りの違いに注意)、 推移を示したものである。 三つ目の背景は、 言い換えればエクイティ 新興市場 低下 への流入外国資本に占める債務の比率が低下して

の比率が上昇していることである (表1

の

途上国の債務残高と流入直接投資残高(10億ドル) 図3は、途上国に流入する債務形態の資本 (融資 + 債券) と直接投資の残高 そしてここ数年の動きを見ると、 九〇年代の伸び率は直接投資が圧倒的であったことがわ 現在でも債務残高のほうが大きいが (図の左右の 債務残高は減少、つまりフローで見る

が本格的に始まったのは七三年の石 と返済超過になっているのであ 図 4)。 途上国への民間資金 一の流

1,500

1,200

900

600

300

0

2000

直接投資 (右軸)

1996

油ショック直後であるが (図5)、

の頃はユーロ市場からのシンジケー P ンなど融資中心で、 しかもそ

1992

債務

(左軸)

1988

,p.9.

れは年率二〇%から三〇%の伸び率

新興市場への対外資金流入 (ネット)(10億ドル) 表 1

	2001年	2002年	2003年	2004年
経常収支	27.8	73.3	72.3	33.9
対外資金流入(民間部門)	133.2	121.2	161.9	185.7
株式	149.9	111.1	116.1	135.9
直接投資	142.8	112.1	102.8	119.0
ポートフォリオ投資	7.1	- 0.9	13.3	16.9
債権	- 16.8	10.1	45.8	49.8
商業銀行	- 26.6	- 5.7	13.4	10.4
非銀行	9.8	15.7	32.4	39.4

(注)2003年、04年は推定値。 (出所)文献 ,p.1.

2.500 2.000 1,500 1.000 500 0 1980 1984 (出所)文献 ティ で拡大し続けていた。 に対する債務残高の比率が急速に低下、 その結果、 型の資本流入が中心となっているのである。 表2に見られるように、 しかし現在では、 途上国の、 ١J 直接投資を中心とするエクイ わば対外的な自己資本比率 エクイティ流 八残高

図3

 $3.000 \, \mathrm{r}$

リスクに対する慎重な行動が広がっていることが指摘できる。 の引き受け手が減ることを意味する。 伸びていることである (図7)。 クロヘッジ型のヘッジファンドが衰退し、 象は生じていない 利になると新興市場向け融資 こうした変化が生じた理由を資金の出し手と取り手の双方から見てみると、まず出し手の側では、クレジット 図 6)。 その理由は一つにはかつて途上国発行の債券市場で大きなウエイトを占めてい ・債券投資が伸びる傾向が顕著であったが、 それは途上国債券市場にとって一つの成熟の証しでもあるが、 また、 かわって年金や生命保険などオーソドックスな機関投資家のシェアが 国際的な銀行を見ると、その対途上国向けビジネスは、 九〇年代半ばまでは、 ○一年からの低金利下ではそうした現 先進国 (特に米国)が低金 同 時 かつてのク ارّ リスク たマ

が急上昇しているのである。

図 4 民間部門から途上国への資本フロー (ネット (10億ドル)

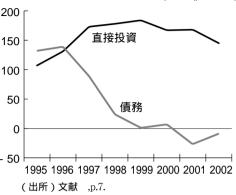
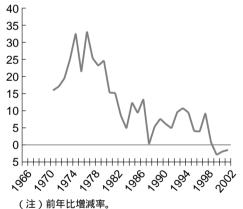


図5 発展途上国の債務残高



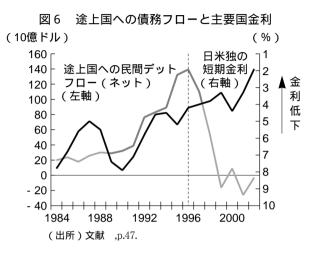
(出所)文献 ,p.8.

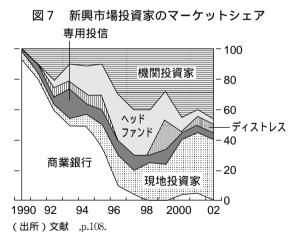
表 2 発展途上国の対外デット・エクイティ比率(%)

	1997年	2001年
東アジア・太平洋	218	134
欧州・中央アジア	505	293
中南米・カリブ地域	284	162
中東・北アフリカ	394	371
南アジア	968	613
サブサハラ・アフリカ	515	303
発展途上国全域	316	196

(出所)文献 、p.9.

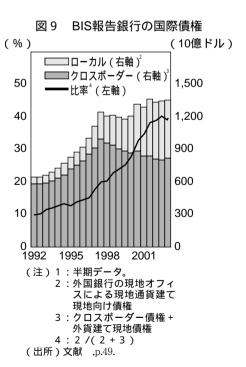
従来は、 たが、 いるのである。 の指導による場合も少なくない) ロスオー 資金を調達する側でも、 図 8 • バー 国際銀行業務と言えば、 9が示すように、 型 国際的な資金フロー |融資から現地銀 債務を避ける傾向が見られる。 九〇年代末ごろから、 行買収によるリテー 現地銀行を買収し、 ロンドンやニューヨークで調達したドルを途上国に融資する形態が中心であっ としては、 融資から直接投資への転換である。 ルビジネスへの参入へと大きく転換しつつある。 外国銀行の参入が認められた国々で (通貨危機後のIM 現地通貨建てでの国内預貸業務を拡大させる銀行が増えて 特にアジア地域では、 九七年のアジア危機の経験から すなわち、



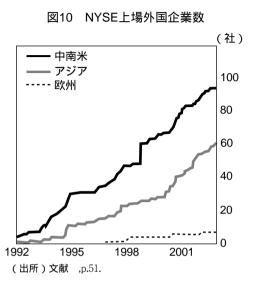


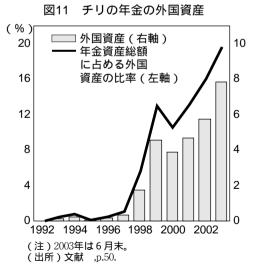
うことも指摘できるであろう。例えば、途上国の国際証券市場へのアクセスといえば、かつては、米国の一四四

黒字の増大によってその必要性が低下していることもあるが、 にも現れている面があるのではないかと思われる。 対外債務への依存が極めてリスキーであるとの認識が広がっており、 最 4 近の新興市場における四つめの特徴として、 の結果、 先進国市場とのリンクの強化 新興市場は、 個別企業や銀行における自己資本比率上昇と同じ効果を享受しつつあり、 先進国 の資本市場とのリンクが、ここ数年、 融資や債券への依存度が減少しているのである。 直接投資の持続的な流入や前述の経常収支 層強まったとい それが株価



同 嵵 ĬĘ 途上国の資金運用という面でも、 新たな変化を指摘することができる。 従来、 途上国から先進国への う 場からの資金調達というだけでなく、 多くがNYSEに上場したのである。 年代には、 なるとアジアなどの他の地域からも上場する途上国企業が増えつつある (図10)。こうした現象は、 こ一〇年余り、 A市場 (適格機関投資家向け私募債市場) やユーロ市場など比較的規制の緩い市場が中心であった。 世界で最も厳格な上場基準を備えるとされるNYSEに上場する途上国企業が急増したのである。 新興市場では国営企業の民営化が進み、 それでも当初は中南米企業ばかりが目立つ状況であったが、九〇年代末に 途上国企業と先進国企業の質的差異の縮小を示すものと見ることもできよ それによって大規模な株式会社が各地に誕生した。 単に米国市 しかし九〇 その





資本輸出といえば、通貨当局による外貨準備の運用のほかは、富裕層による資本逃避などがメインであったが、 ものであるが、双方向での分散投資の始まりは、証券価格の国際的な連動性をさらに高めることになると思われる。 的な国際分散投資が始まり、実際に対外証券投資が増加しつづけている (図11)。まだ絶対額で見ればわずかな 度のラディカルな改革で注目を集めてきたが、年金資金における外国資産比率規制を大幅に緩和した結果、本格 | 国際分散投資の一環としての対外証券投資に乗り出すケースが現れ始めている。例えば、チリは、年金制

おわりに

市場のリンクがますます強まっていくことは間違いないのではないだろうか。 も直接間接に影響していると思われる。今後の株式市場の動向を予測することはできないが、新興市場と先進国 今年の途上国市場の株高に各国それぞれの要因があることは当然であるが、同時に以上のような中期的な変化

参考文献

September 2003 P. D. Wooldridge, et. al., "Changing links between mature and emerging financial markets," BIS Quarterly Review,

IMF, Global Financial Stability Report, September 2003.

World Bank, Global Development Finance, 2003

Institute of International Finance, Capital Flows to Emerging Market Economics, September 11, 2003

(いず ひさし・客員研究員)

ユーレックスvsシカゴ ~ ユーレックスのアメリカ市場参入~

吉川 真裕

(CME)の清算機関CMECC (CME Clearing Corporation) に切り替えるという報復措置に出た。九月にはユ ックスとの提携を解消し、LIFFEとの提携を選んだ結果、ユーレックスはCBOTの主力商品である米国債 BOTとユーレックスの間では二〇〇二年七月に当初の契約の見直しがおこなわれていたが、CBOTがユーレ 引所(LIFFE)の電子取引システムLIFFEコネクトを二〇〇四年一月から採用することを発表した。C 導入した電子取引システムa/c/e (alliance/cbot/eurex) に変えて、ロンドン国際金融先物・オプション取 ーレックスが商品先物取引委員会(CFTC)に新取引所ユーレックスUSの設立認可を申請し、当初は六〇日 BOTCCの経営陣はユーレックスとの契約を模索し、CBOTは清算業務をシカゴ・マーカンタイル取引所 の先物・先物オプションに参入する意向を明らかにした。これを受けてCBOTはこれまでの清算機関であるB の短期審査の対象とされたが、議会からの圧力がかかり、一〇月には一八〇日の通常の審査へと変更された。 OTCC (Board of Trade Clearing Corporation) にユーレックスの清算業務をおこなわないように要請したが、 二〇〇三年一月、シカゴ商品取引所(CBOT)は二〇〇〇年八月にユーレックス(EUREX)と提携して

本稿では、CBOTとユーレックスの提携の経緯を振り返り、ユーレックスのアメリカ市場への参入という事

1 CBOTとユーレックスの提携に至る経緯(1)

品であるドイツ長期国債 (BUND) 先物が電子取引システムを採用するドイツのDTB (現ユーレックス) に - ベックスと名付けた電子取引システムの開発に着手した。これに対して、CBOTもCMEに遅れまいとして シフトした時期に重なり、この提携は七カ月で幕を閉じた。 七年三月から両取引所の取引フロアをリンクして相互の注文の拡大をはかったが、くしくもLIFFEの主力商 された。その後、一度はCBOTがCMEのグローベックスに相乗りする形でプロジェクトAは休止されたが、 オープン・アウトクライ方式を取引の中心としているが、CMEはヨーロッパや日本における電子取引システム Eとは同じシカゴに位置していながらも先物市場においてはライバルの関係にある。いずれの取引所も伝統的な の採用にいち早く対応し、イギリスの通信社であるロイターと共同で二四時間のグローバル取引をにらんでグロ 一九九四年にはCBOTはグローベックスから離脱し、改良したプロジェクトAを通じた夜間取引を再開した。 一九八九年にオーロラと名付けた電子取引システムを夜間取引に導入し、一九九二年にはプロジェクトAと改名 他方、CBOTはヨーロッパでドイツ関連商品を中心として取引を伸ばしてきたLIFFEと提携し、 百数十年に及ぶ伝統を持つCBOTと金融商品を対象とした先物/先物オプション取引で急速に成長したCM

CBOTとユーレックスは戦略的提携の覚書に調印した。 そこでは、第一段階としてCBOTのプロジェクトA

九九八年三月、フロリダ州のボカ・ラトンで開催された先物業協会 (FIA) のコンファレンスの期間中に

とユーレックスの電子取引システムを結ぶ共通グローバル・コミュニケーション・ネットワークを一九九八年第

BOTのフロアへの注文回送も含めて単一スクリーン上で取引できるようにすることが説明されてい 4四半期までに導入し、第二段階では一九九九年第2四半期までにプロジェクトAとユーレックスの利用者がC

ーク商品取引所が米国債先物を取引する電子先物取引所の設立を準備しており、LIFFEからDTBへとBU されていたプロジェクトAを金利対象商品に限って日中のフロア取引と平行して稼働することを決定した。 金融先物取引所は一九九八年九月に取引を開始する予定であり、CBOTは対抗上、これまでは夜間取引に限定 ND先物取引がシフトしたのと同様な事態が生じるのではないかという危機感があったからであろう。 しかし、CBOTの電子化計画は会員からの反発を招き、一九九八年一二月の会長選挙ではユーレックスとの こうしたCBOTの提携発表の裏には米国債現物ブローカー大手のカンター・フィッツジェラルドとニューヨ

スとの提携計画に関する会員投票を実施し、反対四五〇票対賛成三九〇票で提携計画は撤回された。 提携を進めたアーバー会長は再任されず、ユーレックスとの提携に懐疑的な四一歳の大豆トレーダーであったブ レナン氏が選ばれるという事態を迎えることになった。そして、ブレナン新会長は一九九九年一月にユーレック

ジェクトAを拡張する方向で独自路線を採る方針を示唆したが、同年四月にはユーレックスとの提携を再検討す ることになった。五月にはCFTCが一時凍結していた外国先物取引所によるアメリカ国内での端末設置を再開 就任後はじめてCBOTの戦略について語り、CMEやCBOEとも話し合いを持ったことを認めた上で、プロ の提携の代替案を模索するうちにブレナン新会長の姿勢に変化があらわれた。一九九九年二月にブレナン会長は にアーバー前会長によって主導されたCBOTの改革案は水泡に帰すかに思われた。 ところが、ユーレックスと こうして会長選挙での現職会長の落選と会員投票でのユーレックスとの提携計画不承認によって、 一九九八年

することを決定し、ユーレックスが米国債の先物/先物オプション取引をおこなう取引所 (Nadex) をアメリカ

ン取引の開始という脅威のもとに反対勢力が後退し、二〇〇〇年半ばを目標としてCBOTがプロジェクトAを 月には両取引所の提携と共同子会社によるグローバルな電子取引システムの運営が正式に契約された。 員投票では賛成七五○票対反対一二六票の大差でユーレックスとの提携が今回は支持された。そして、同年一○ トがはじめて公表され、六月末までに再び会員投票で是非を問うことが明らかにされた。六月におこなわれた会 国内に一九九九年中に設立するという報道が流れた。その翌日、CBOTの理事会は二四対一でユーレックスと ユーレックスのシステムに置き換えるという形に落ちついた。二〇〇〇年七月、CBOTとユーレックスは共同 の提携再開を決定した。CBOTのプレスリリースにはユーレックスとの提携を支持するブレナン会長のコメン かくして、一度は撤回されたCBOTとユーレックスの提携はユーレックスによる米国債先物/先物オプショ

2 CBOTとユーレックスの提携解消

子会社の名称a/c/eを発表し、八月二七日から新電子取引システムa/c/eがCBOTで稼動した。

引できず、CBOTはユーレックスの了解なしにヨーロッパ関連商品を取引できないという条項がそのことを如 う脅威の前にCBOTが屈する形でこの提携は実現し、ユーレックスはCBOTの了解なしに米国関連商品を取 る。一九九九年五月のユーレックスによる米国債の先物/先物オプション取引をおこなう取引所の開設計画とい レックスに支払う費用が高すぎるという批判があり、提携に至る経緯の不明瞭さも相俟って一度は撤回されてい 実にあらわしている ユーレックスと提携してCBOTが導入した電子取引システムa/c/eに対してはもともとCBOTがユー

さらに、この提携ではユーレックスのシステムとa/c/eの互換性を確保してユーレックスの利用者がa/

共同開発という当初の目標には関心が薄れていた。 ックス側は当初の契約内容に即してCBOTがa/c/eのアップグレードを速やかに実行することを迫ったの 航した。CBOT側では会長と社長兼最高経営責任者が交代しており、共同子会社を通じた電子取引システムの に対し、CBOTは高価なアップグレードはすぐに必要ではないとしてアップグレードを拒み、契約の履行が難 れていた。二〇〇二年にはこのアップグレードをめぐってCBOTとユーレックスの間で対立が生じた。ユーレ レックスのシステムのアップグレードの際にはそれに合わせてa/c/eもアップグレードすることが盛り込ま c/eへと注文を回送し、a/c/eの利用者がユーレックスへと注文を回送することも目的としており、ユー

などが合意された。 が、システム開発費用は負担しないこと、 きず、CBOTはドイツ国債関連商品を取引できないことを除いて、その他の商品の上場に制限を加えないこと 両者が他のパートナーと提携することをこの契約が妨げないこと、 二〇〇二年七月に両者の間で実現した契約の見直しでは、 契約期間を当初の二〇〇八年から二〇〇四年一月へと短縮すること、 CBOTはシステム利用のライセンス料は支払う ユーレックスは米国債関連商品を取引で

う報道が流れ、二〇〇三年一月三日にはCBOTがLIFFEコネクトの採用を内定したという報道もあった。 ⁽³⁾ そして、一月九日にはユーレックスが二〇〇四年初めのアメリカ市場本格参入を発表した。この発表は同日にC 定したことを受けておこなわれたものであり、CBOTは翌一月一○日に二○○四年からLIFFEコネクトを BOTの取締役会がa/c/eに替えてLIFFEの電子取引システムLIFFEコネクトを採用することを決 二〇〇二年末にはユーレックスがパシフィック取引所を含めた複数のアメリカの取引所と接触をしているとい

採用する方針を正式に発表した。

が、思わぬ形で実現することになった。なお、CME/CBOTコモン・クリアリング・リンク(CCL)と名 算機関の統合は両取引所の利用者から長らく要望されており、これまで何度も統合へ向けた交渉がもたれてきた ○ こを買収する提案をおこなったが、これもBOTCCに拒否された。その結果、CBOTは四月一五日に宿敵で が、BOTCCはCBOTに対抗して参入したカンター 金融先物取引所の清算業務もおこなっており、CBOT こなわないように要請していることが明らかになった。BOTCCの清算業務の八割はCBOTの取引が占める(゚゚) 付けられた清算サービスは二〇〇四年一月二日から開始予定と発表された。 あるCMEの子会社であるCMECCに清算業務を切り替えるという決定をおこなった。CBOTとCM を拒否した。そこで、CBOTは四月四日に帳簿上の純資産価値(約二億ドル)プラス五〇〇万ドルでBOTC って占められており、CBOTとは異なる方針をもってCBOTに集中した顧客基盤を拡大するためにこの要請 の要請は異例のものであった。BOTCCはCBOTとは独立した別会社であり、取締役会も大手金融機関によ 三月三一日にはCBOTが清算機関を務めるBOTCCに対して、ユーレックスが参入した際に清算業務をお

形を目指すという。そして、九月四日にはより詳細なユーレックスとTCCの提携内容が公表された。これによ グとTCCの間で相殺することが可能であり、証拠金も両方のポジションをネットでいずれかに預託すればよい ローバル・クリアリング・ソリュージョンを目指した覚書に調印した。この覚書によると、ヨーロッパにおいて(タ) のうち一人はユーレックスから指名されること、 もアメリカにおいてもユーレックスでの取引はユーレックスの子会社であるドイツのユーレックス・クリアリン ユーレックスはTCCに一五〇〇万ドル出資し、一五%の株式を保有すること、 BOTCCはTCC (The Clearing Corporation) と名乗り、五月二七日にはユーレックスとの間でグ 契約期間は当初の七年間とその後三年間の自動更新契約とす TCCの取締役九人

この提携は一〇月半ばに実施される株主総会での投票によって賛否が決定されること等であった。 TCCの利用者はTCCに出資する必要がなくなり、TCCが株式買い戻しプログラムを用意するこ

3 ユーレックスのアメリカ市場参入

提携が発表された翌週の九月一二日、新取引所に関する記者会見を九月一六日の午前九時(アメリカ中部時間) パシフィック取引所、ブローカーテック先物取引所、ニューヨーク・マーカンタイル取引所、フィラデルフィア におこなうことを公表した。 証券取引所、インターコンチネンタル取引所、アメリカン証券取引所などの名前が噂されていたが、TCCとの ユーレックスはアメリカ市場への参入を発表して以来、アメリカの取引所との提携もありうると述べており、

۲ ユーロ・ストックス五〇指数であること、 ○銘柄のドイツの優良株指数であるDAX指数、五○銘柄のユーロ導入国の株価指数であるダウ・ジョーンズ・ 記者会見では、 取引対象は二年物・五年物・一〇年物・三〇年物の米国債、二年物・五年物・一〇年物のドイツ国債、三 ユーレックスUSと名付けた新たな電子取引所を二○○四年二月一日にシカゴで開設するこ 取引時間は午後八時から午後四時までの一日二〇時間であること、

という形での固定費用もなく、大半の取引はインセンティブ・スキームを通じて一取引あたり二〇セント以下、 を新取引システムは可能とすること、 ンといった新たな取引戦略に簡単にアクセスでき、店頭市場ともシームレスで統合されるといった追加的な機能 取引システムはすでに米国債先物の八○%以上を取引しているa/c/eと同種のインフラとネットワークを a/c/e利用者は最低限の導入努力と導入費用で取引が可能であること、 利用者は会員権や株式を購入する必要はなく、メンバーシップ・フィー マルチ・レッグ・オプショ

ナンスに参加することが期待されること、などが明らかにされた。 リアリングかのいずれでも清算でき、TCCとユーレックス・クリアリングの間では相互清算とクロス・マージ 業務をおこなう一方、ユーレックスの利用者はユーレックスUSでの取引をTCCかドイツのユーレックス・ク 最高でも一取引あたり三○セント以下という格段に安い場口銭が必要なだけで、基本的な場口銭の変更は五年間 ートナーシップを強化することを目指し、出資者に株式を譲渡することを予定しており、利用者は取引所のガバ TCに対して、今朝、正式に取引所認可申請をおこなったこと、 ンが導入されること、 はおこなわないこと、 ユーレックスUSはこれまで建設的な協議を続けてきたアメリカの監督機関であるCF TCCが清算パートナーとなり、TCCはドイツのユーレックスでの取引も含めて清算 ユーレックスUSはアメリカの利用者とのパ

取引所が金融商品を導入したという経緯に基づくもので、三〇人あまりの小委員会のメンバーの多くはCBOT になった。そして、下院農業委員会の小委員会がパブリック・コメント期限の一〇月一六日に公聴会を開くこと 九月二九日にはこうした意見を考慮してパブリック・コメントの期間が一〇月一六日まで二週間延長されること パブリック・コメントを求めた。これに対しては、期間が短すぎるという意見と、ユーレックスの要望でCFT(ミロ) を決定した。下院農業委員会がこの問題を取り上げるのはアメリカでは農産物の先物取引をおこなってきた先物 Cに提出された二○の文書のうち四つしか公表されないのでは不十分であるという意見が報道された。そこで、 翌九月一七日、CFTCはユーレックスの取引所認可申請に対して一〇月二日までの二週間という期限つきで

主 (全員がCBOTの会員) に対して、TCCの帳簿上の純資産価値である一株一万六六二八ドルで一社一五〇 他方、一〇月二三日のTCCの株主総会でのユーレックスとの提携承認を前にCBOTは八七社のTCCの株 やCMEの影響力の強い中西部の議員から構成される。

う見方が強い。そして、下院農業委員会小委員会も二日後に迫った公聴会を延期することを決定した。 とCMEを独占禁止法違反の疑いでコロンビア地区の地方裁判所に提訴した。しかし、同じ日にCFTCはユー ようとしていることが一○月一○日に明らかになった。これを受けて、ユーレックスは一○月一四日にCBOT(竺) 株まで買い取るための基金をCMEとの共通清算基金の中に用意したことを通知し、TCCの提携承認を阻止し に加担するつもりはないことを強調していたが、CBOTのロビー活動が議会を通じてCFTCを動かしたとい の取引所認可承認を迅速におこなう上で問題が見つかったと理解されるべきでなく、CFTCは民間企業の競争 レックスの取引所承認申請を六〇日間の短期承認プロセスからはずすことを発表した。 この決定はユーレックス

翌一七日にはCBOTの五二ページに及ぶコメント文書が公開された。もちろん、両取引所は強硬に反対してい るわけであるが、利用者を代表するFIAのダンガード会長によるコメント文書は競争が利用者に利益をもたら パブリック・コメントの期限である一〇月一六日にはCMEの三五ページにわたるコメント文書が公表され、

すとしてユーレックスを支持していた

動にユーレックスもロビー活動で対抗したということであろうが、これでCFTCは板ばさみ状態となった。 対してユーレックスの迅速な市場参入を要望したことが報道された。CBOTやCMEの議会に対するロビー活 で、一〇月二七日にはメキシコでのG二〇においてドイツのアイヒェル大蔵大臣がアメリカのスノー 財務長官に 〇四年末まで残っているが、TCCは新たなロケーションとテクノロジーを求めているとも伝えられた。ところ すべてをTCCが買い戻すことが明らかにされた。また、TCCが入居するCBOTのビルのリース契約は二〇 計画で予定していた株式買い戻しプログラムは六億ドルの申し込み超過となったが、申請のあった一〇六億ドル 一〇月二三日、TCCの株主総会では賛成五〇対反対三四でユーレックスとの提携計画は承認された。 五月の

選ばれ、取締役会の過半数はアメリカ国民またはアメリカ居住者が占めることを予定しているという。 項も含まれている。さらに、この発表に合わせてユーレックスは新取引所のガバナンス構造に初めて言及した。 ーレックスUSにも規制・監督サービスを提供するというものであり、契約期間は三年間で一年間の自動更新条 ユーレックスUSの取締役会は一二人で構成され、このうち少なくとも六人はアメリカの先物業界から偏りなく この契約はブローカーテック先物取引所とマーチャンツ取引所に規制・監督サービスを提供しているNFAがユ 翌一一月六日には延期されていたユーレックスの取引所開設をめぐる公聴会がワシントンの下院農業委員会本 一一月五日にはユーレックスUSが全米先物協会(NFA)との間で規制・監督業務の委託契約を締結した。(ワン

トンのローゼン弁護士、 兼CEO、ユーレックスの顧問弁護士を務めるニューヨークのクリアリー・ゴットリーブ・スティーン&ハミル 債券市場協会(BMA)のグリーン社長、BMAのデッカー上級副社長、ユーレックスUSのマクイーリン社長 高経営責任者 (CEO)、FIAのダンガード会長、CMEのダフィー会長、CMEのドノヒュー次期CEO、 委員会で開催された。証人はCFTCのニューサム委員長、CBOTのケアリイ会長、CBOTのダン社長兼最 情報が不十分なこと、 NFAの口ス社長兼CEOの一一人であった。議論の詳細を紹介することはできないが、 TCCとユーレックス・クリアリングの相殺条項に法的な問題があること、

位一○社に四○○○万ドルを払い戻すというインセンティブ・プログラムが公平さを欠くこと、「ブロック取引 を認めることで注文の内部付け合わせが進むこと、などが反対派から上げられていた。これに対して、CFTC 提出された情報に決定的な不足はないこと、 新商品に対する利用料減免やマーケットメーカーに対する料金減免措置はすで アメリカでの取引はすべてTCCで清 利用上

算することになっていること、

のニューサム委員長は、

に一般化しており、ユーレックスのインセンティブ・プログラムだけを問題とすることはできないこと、などを

日の一一月五日に寄せており、この報道は公聴会での反対派に冷や水を浴びせ掛けることになった。 証言していた。ただし、取締役の選任方法やインセンティブ・プログラムの詳細等をCFTCは検討しており、 会のグリンスパン議長は下院農業委員会のモラン議員に対してユーレックスUSに好意的な回答文書を公聴会前 承認までに一八〇日以上を要することもありうるともニューサム委員長は述べていた。 なお、 連邦準備制度理事

であり、ヨーロッパの自己売買をおこなう投資家とヨーロッパにあるグローベックス端末から出された注文がそ て四四セントに引き下げることを発表した。取引対象はユーロドル金利、Eミ二株価指数、CMEeFX (通貨) であるとも発表されている。 の対象になる。さらに、二〇〇四年には新たに六カ所のコミュニケーション・ハブをヨーロッパに開設する予定 その後、一一月一〇日にはCMEがグローベックスを通じたヨーロッパからの取引費用を一八カ月間にわたっ

行し、CBOTのすべての商品はCCLで清算されることになる。 物金利スワップ先物と先物オプション、フェドファンド先物と先物オプション、一〇年物地方債指数先物の一一 ダウ工業株指数先物と先物オプション、ミニダウ工業株指数先物、DJ= AIG商品指数先物、 基づく電子取引システムが部分的にCBOTで導入された。今回、a/c/eからeCBOTへ移行されたのは る予定である。そして、翌一一月二四日の午前六時四○分 (アメリカ中部時間) にはCCLと略称されるCBO 商品であり、主力商品である米国債を含めたその他の商品は二〇〇四年一月一日の夜にecBOTへと移行され 入されていない農産物の先物とオプション (一七商品) である。残りの商品は二〇〇四年一月二日にCCLに移 TとCMEの清算リンケージも稼動した。CCLの対象はeCBOTが導入された商品とこれまで電子取引の導 一一月二三日 (日)の午後七時一分 (アメリカ中部時間)、eCBOTと名付けられたLIFFEコネクトに 五年物・一〇年

4 今後の見通し

とユーレックスの提携発表から新取引所ユーレックスUSの開設準備。 めのCBOTによるBOTCCへの圧力、BOTCCの反発、CBOTとCMEのCCL導入決定、BOTCC クトの採用決定、これを受けたユーレックスのアメリカ市場参入決定、そしてユーレックスの参入を阻止するた CBOTの方針転換から生じたCBOTとユーレックスの提携見直し、次いでCBOTによるLIFFEコネ 一年あまりの間にアメリカのデリバティ

ブ市場では過去に例を見ない大きな変化が生じている。

てきたCBOTとCMEという二大取引所であり、その会員業者や株主である。これらが自生的にできあがった 体からみれば(あるいは外から見れば)獅子身中の虫とも言えよう。取引システムの電子化が世界各国で取引所 ある種の市場独占を守ろうとしていることは明らかであり、既得権益者としては当然のことであろうが、社会全 くの業者はユーレックスの参入を歓迎している。ユーレックスの参入に反対しているのはこれまで市場に君臨し おり、これもまた利用者にとっては利益となっている。したがって、FIAや証券業協会(SIA)に属する多 ているように、ユーレックスの参入という脅威のおかげでCBOTとCMEはこの間に利用料を大幅に削減して ことになったことは市場参加者にとっては何よりも有難いことであろう。また、FIAのダンガード会長が述べ の形態を変えようとしているとき、その流れに逆らい、過去の伝統を守ろうとする姿は滑稽この上なく映る。 こうした中で、これまでに何度も試みられたが実現しなかったCBOTとCMEの共通清算制度が実施される

中心となってからも農産物トレーダーが強い影響力をもつというガバナンス構造の問題を抱えている。CMEは

ニューヨーク証券取引所を含めてアメリカの取引所はこれまで成功してきただけに方向転換することが難し

現在、最も苦労している。とりわけCBOTとCMEは前身が農産物先物取引所であり、金融商品が取引の

どあわてさせるほどのインパクトをもったことは事実である。しかし、他市場から流動性を奪うということはこ る。一九九八年にユーレックスに追い越されるまで世界最大の先物取引所を自認してきたCBOTはもっと根が 農産物先物の取引所としては取るに足らなかったためにCBOTほど問題は深刻ではないが、株式会社化に合わ を変えさせるか、新規参入者が新たなモデルで取引を奪うかしなければアメリカのデリバティブ市場は変わりそ - バ- 元会長のように先見の明を持っていた人もいたが、その後の経過を見れば、新規参入者が入って古い考え せて取引所の電子化と取締役会の権限強化を進めたゴードン前会長が解任されたことは記憶に新しいところであ 取引所の電子化をプロジェクトAのような夜間取引システムと同列に考えているきらいがある。 これまでにもカンターやブローカーテックといった業者が取引所を開設してこの役割を果たそうとし ほとんど影響を及ぼすことはなかった。今回のユーレックスの市場参入はCBOTやCMEをあれほ 中にはア

引システムとしてみればeCBOTとユーレックスUSにはそれほど大きな差はないはずである。しかし、これ れまでに三度しか生じておらず、ユーレックスが米国債の取引を奪うということはきわめて困難であろう。 までにないからといって今後もないとは言い切れない。その際には会員を大幅に優遇することのないビジネス・ なかったことは大失敗であろう。これまで電子取引システムどうしの間で流動性の移動が生じたことはなく、 せざるを得ず、いったん電子取引システムを導入すればそう簡単には変更できないはずである。せっかくaノ c/eからの移行が容易であるにもかかわらず、システム変更のコストは最小限ですむというポイントを生かせ の開設を予定しており、二〇〇四年一月の一カ月間は米国債先物を取引しようという利用者はeCBOTを利用 ユーレックスの戦略に関しては、たとえCFTCからの取引所申請認可がおりたとしても二〇〇四年二月から

モデルと特定勢力の利害に影響されないガバナンス構造がポイントになることになるかもしれない。いずれにし

ても当面はアメリカのデリバティブ市場での動きから目を離すことはできないだろう。

注

- 1 CBOTとユーレックスの提携に至る経緯の詳細については、拙稿「a/c/e~CBOTの新電子取引システム~」 (本誌一五八六号、二〇〇〇年九月)を参照
- 2 CBOT and Eurex, "CBOT And Eurex Reach Agreement On Outstanding a/c/e Issues," Press Release, 11 July 2002
- 3 Neil Keane, "CBOT Chooses Liffe Connect As New Back-End System -Source," Dow Jones Newswires, 3 January 2003.
- 4 Eurex, "Eurex To Launch U.S. Exchange," Press Release, 9 January 2003
- 5 CBOT, "CBOT Announces Licensing Agreement To Use LIFFE CONNECT: Euronext. LIFFE To Provide Software For CBOT Electronic Trading Platform," Press Release, 10 February 2003
- 6 David Roeder, "CBOT-Clearing Corp. rancor could reshape markets," Chicago Sun-Times, 31 March 2003.
- 7 "UPDATE 1 - Chicago futures exchange bids for clearing corp," Reuters, 4 April 2003
- 8 CME and CBOT, "CME, CBOT Reach Definitive Agreement On Clearing Service," Press Release, 16 April 2003.
- 9 Eurex and BOTCC, "Eurex And Board Of Trade Clearing Corporation To Create Global Clearing Solution," Press Release,
- 10 Reuters, "BOTCC, Eurex finalize deal," Chicago Business, 4 September 2003
- 11 Eurex, "Eurex US To Launch On February 1, 2004," Press Release, 16 September 2003
- 12 Ros Krasny, "UPDATE 1 - CFTC sets two-week comment period on Eurex," Reuters, 17 September 2003.

- 13 "CFTC allows two more weeks for feedback on Eurex," Reuters, 29 September 2003.
- 14 Ros Krasny, "Clearing Corp. questions legality of CBOT plan," Reuters, 10 October 2003
- 15 Ros Krasny, "UPDATE 2 - Eurex sues exchanges, review postponed," Reuters, 14 October 2003
- 16 Christine Marie Nielsen, "Clearing Corp Hldrs OK Restructure, Agree To Eurex Stake," Dow Jones Newswires, 23 October
- 17 Eurex, "Eurex US And National Futures Association Sign Agreement," Press Release, 5 November 2003
- 18 Ros Krasny, "UPDATE 1 - House panel a battleground for Eurex plan," Reuters, 6 November 2003, Ros Krasny, "UPDATE
- over Eurex plan," Reuters, 6 November 2003 1 - Eurex review could drag on-CFTC head," Reuters, 6 November 2003, Christina Ling, "UPDATE 2 - U.S. lawmakers rake
- 19 Christine Marie Nielsen, "Greenspan Sends Letter To Congress In Favor Of EurexUS," Dow Jones Newswires, 6

(26)

- 20 CME, "Chicago Mercantile Exchange Launches Aggressive New European Pricing Plan: Plan Includes Telecommunications Hubs In Major European Financial Centers," Press Release, 10 November 2003
- 21 CBOT, "CBOT Announces Seamless Transition To Electronic Platform & CCL," Press Release, 25 November 2003
- 22 市場の流動性が移動した実例としては、BUND先物と先物オプションのLIFFEからDTBへの移動、 Exchange) への移動があり、いずれもフロア取引から電子取引へと流動性は移動している クのマーケットメーカーからECNへの移動、個別株オプションのCBOE他からISE (International Securities

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

アメリカの市場情報課金のあり方について

~ 市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより~

はじめに

場情報の所有権の問題などをテーマに業界関係者のヒアリングなどが行われた。さらに、SECは市場情報問題 かにされた。続いて、同年十二月にSECが市場情報の配信や課金のあり方などを問うコンセプトリリースを発(3) る市場情報のあり方をめぐってさまざまな議論が行われてきた。すでに紹介したように、一九九九年六月にはア に関して集中的な議論を行うために、二〇〇〇年八月に市場情報に関する諮問委員会を設立し、市場運営者、証 表すると、リリースに対して四〇通ものコメントレターが集まり、この問題が注目された。この間、議会では市 情報ベンダーや証券業者が証券取引所などとの間でどのような条件で市場情報配信の契約を結んでいるかが明ら メリカ証券業者協会 (SIA) とアーサー・アンダーセンが行った「市場情報の課金に関する白書」が公開され、 アメリカでは、 一九九〇年代の末頃から、証券取引所などが配信する市場の価格情報や気配情報などのいわゆ

激に広まったため従来の情報課金体系と現実の利用状況との間に齟齬をきたしはじめたことや、証券市場が営利

一九九〇年代の半ばからオンライン取引が急

券業者、情報ベンダーなど幅広い業界関係者による議論が行われた。

市場情報のあり方についてこれだけの関心が集まった背景には、

られない。諮問委員会では、後で述べるように、現在単独の業者が行っている市場情報処理に競争を導入すると 化しはじめて市場情報が戦略的に収入として意識され始めたことなどが大きく関わっていると考えられる。 諮問委員会が二〇〇一年に報告書を出して以降、アメリカでは具体的なルールの改正につながるような動きは見 いう提案を行ったわけだが、委員会内にも少数派ながら反対意見があり、証券業界内の利害対立が解消されない もちろん、こうした状況は現在でも続いており、市場情報のあり方への関心は高いと考えられるが、SECの

会レポートをもとに、そこで提唱された競争的情報配信モデルについて検討したい。 本稿では、市場情報をめぐる問題を概観したうえで、二〇〇一年九月に発表された市場情報に関する諮問委員

ため具体的な動きにつながっていないものと思われる。

2 市場情報配信の仕組み

ック上場銘柄が非上場取引特権を使って取引所で取引されることもまれではない。 所などでさかんに取引されている。また、取引所上場銘柄がナスダックで取引されるだけではなく、逆にナスダ れる制度が広く普及しているため、ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所の上場銘柄が地方証券取引 アメリカでは、他市場の上場銘柄を上場することなく自市場で取引する「非上場取引特権 (UTP)」と呼ば

広く配信する仕組みを作るべきことをさだめ、取引所などが適切な課金によってその配信コストを回収すること た各市場の価格情報を統合する仕組みが必要である。 こうした状況では、 ある銘柄についてどの市場で最も良い価格の取引が行われているかを知るために、 一九七五年の改正証券取引所法では、 市場情報を統合して 分散し

は、それぞれの市場情報を提供する全ての自主規制機関の代表者が参加し、重要事項については全会一致による するナスダックのプランという三つの市場情報運営プランを通じて、情報を管理・配信している。運営プランに プラン、同じく取引所上場銘柄の気配情報を管理するCQプラン、ナスダック銘柄の出来情報・気配情報を管理 こうした証券取引所法の規定を受けて、取引所やナスダックは、 取引所上場銘柄の出来情報を管理するCTA

意思決定を行っている。

ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が共同で設立したSIACという情報処理業者が一手に引受け ークBについてはアメリカン証券取引所が委任権限に基づいて業務を行い、さらに具体的な情報処理については、 リカン証券取引所および地方証券取引所上場銘柄の情報 (ネットワークB)の二つに情報処理を分けて、それぞ 針はプランが決定するが、実際の日々の管理はネットワークAについてはニューヨーク証券取引所が、ネットワ れ運営プランが定めた情報管理を行った上で、規定の料金体系に基づいて利用料を徴収する。市場情報の運営方 具体的には、取引所上場銘柄については、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の情報 (ネットワークA)、アメ

ナスダック銘柄については、ナスダック自身が情報処理業者として業務を行っている。

3 課金体系

二つに分かれており、情報ベンダーや証券業者などのプロフェッショナル向けと、市場情報を自分で利用するだ けのノン・プロフェッショナル向けとで課金の仕組みが異なる。プロフェッショナル向け料金が、端末ごとの課 課金体系については、 紙面の都合上ネットワークAのものだけを示す (表1)。ネットワークAの課金体系は(4)

金で、 想定されていなかった一九 個人投資家の頻繁な利用が - クAとBとでは課金体系 も小さい。 さいものの、 ョナル向け料金は顧客単位 料金が逓減していくのに対 きく変わっていない。 ものの、 後に料金改定はされてい 九〇年代以前に も少し異なっている。 金となっており、 あるいは して、ノン・プロフェッシ してはいないが、 現在の課金体系の原型は、 端末 情 体系そのものは大 また、 数が増えるほど 報一件ごと 逓減 にあり、 ネッ ここで示 金額 の度合い この そ トワ は の 課 る ത 小

表1 ネットワークAの利用料金(ドル)

プロフェッショナル向け(端末	₹1台あた!	01か月)					
	1986	1991	1997	1999	現在		
1	120.00	127.25	変化なし	変化なし	変化なし		
2	75.00	79.50					
3	55.00	58.25					
4	50.00	53.00					
5	45.00	47.75					
6-9	37.50	39.75					
10-19	30.00	31.75					
20-29	28.50	30.25					
30-99	26.00	27.50					
100-249	25.00	26.50					
250-749	22.50	23.75					
750-4999	19.50	20.75					
5000-9999	18.75	19.75					
10000以上	17.75	18.75					
企業向け(1か月)				500000	525000		
テレビ向けチッカーサービス					2.00		
ノン・プロフェッショナル向け(ベンダーあたり利用者数ごと) 利用者一人当たり、1か月							
1-25万人	4	4.25	5.25	1	変化なし		
25万 1 人以上	4	4.25	5.25	0.5			
 1 ベンダーあたり利用件数(1	か月)						
1-2000万件			0.01	0.0075	変化なし		
2000万1-4000万件			0.01	0.005			
4000万1件以上			0.01	0.0025			

らかとなってきた。 ため、一九九〇年代の後半ころから、個人のオンライン取引が急激に増え、ウエブサイトなどを通じたリアルタ イムの市場情報の利用頻度が高まってくると、個人投資家の頻繁な利用にはそぐわない課金体系であることが明

資家の価格情報利用料金を肩代わりすることもあるオンライン証券業者の負担が高まっているとされている。 ふえると割高になる。結果として、個人投資家向けの利用料金を飛躍的に拡大してしまった。とりわけ、 諮問委員会の報告によると、ノン・プロフェッショナルから徴収した市場情報利用料の全市場合計は、一九九 すなわち、現在のノン・プロフェッショナル向けの課金体系は、従量的な逓減がほとんどないため、 利用量が 個人投

四年には三七〇万ドルであったが、二〇〇〇年には一億一五〇〇万ドルにのぼる急増を示したとされる。これは、 現在の市場情報利用料全体の十九%を占める

ョナルな利用者との間の料金負担割合を偏らせているのであって、現在市場情報問題が大きくとり上げられてい このように古い課金体系がそのまま使われていることが、プロフェッショナルな利用者とノン・プロフェッシ

4 証券取引所の収入に占める市場情報利用料

る理由の一つであると考えられる。

い収入源となっていることを意味している。 証券取引所の収入に占める市場情報利用料の割合を示したものである。アメリカの全証券取引所平均で、全収入 の二一%を市場情報利用料が占めていることが分かる。これは、市場情報収入が市場運営者にとって無視できな 市場情報のあり方が関心を集めているもう一つの背景は、 市場運営が営利化していることである。

では、 五%が市場情報利用料からの収入である。最大の上場会社数をかかえ から得ていることが分かる る取引所であるニューヨーク証券取引所も、 証券取引所では全収入の四四%が、シンシナティ証券取引所では四 とり つわけ、 市場情報利用料への依存傾向が極めて高い。 上場賦課金収入がわずかしか見込めない地方証券取引所 収入の十五%は市場 たとえば、 シカゴ

どの経費を差し引いたうえで、残りの額が取引量シェアに比例して各 ダックごとに一つのプールに集められ、そこからまず情報処理業者な 九八○○万ドルにものぼっており、この収入を市場運営者間でどのよ して配分される。 市場情報収入は、二〇〇〇年には全市場合計で五億 市場に配分される。ネットワークAとBでは取引件数シェアに比例し 利用者から徴収された市場情報利用料は、ネットワークA、B、 市場情報利用料は、 ナスダック銘柄の場合は取引件数と取引高のシェアの平均に比例 各市場にどのように配分されているのだろうか。

表 2 1998年の自主規制機関の収入構造

(100万ドル、自主規制機関合計に占める割合 %)

		(100万ドル、	目王規制機區	自合計に占め	る割合 %)
	規 制	取引収入	上 場賦課金	市 場情報収入	その他	自主規制 機関合計
NYSE	100.5 (14)	165.7 (23)	296.0 (41)	111.5 (15)	55.0 (7)	728.7
NASD	234.0 (33)	126.9 (18)	137.3 (20)	152.3 (22)	49.3 (7)	699.8
Amex	17.7 (8)	91.9 (41)	16.3 (7)	82.9 (37)	15.2 (7)	224.0
CBOE	19.7 (15)	84.6 (67)	0.0 (0)	17.5 (14)	4.7 (4)	126.5
PCX	3.0 (4)	53.8 (71)	2.0 (3)	12.9 (17)	5.3 (7)	77.0
CHX	0.0 (0)	24.7 (54)	0.0 (0)	20.0 (44)	1.1 (2)	45.8
Phlx	0.0 (0)	30.2 (69)	0.0 (0)	7.1 (16)	6.4 (15)	43.7
BSE	2.5 (13)	10.4 (57)	0.8 (4)	3.8 (21)	0.9 (5)	18.4
CSE	0.5 (8)	2.6 (45)	0.0 (0)	2.6 (45)	0.1 (2)	5.8
合 計	377.9 (19)	590.8 (30)	452.4 (23)	410.6 (21)	138.0 (8)	1,969.7

SEC Release NO. 34-42208より作成

の目を注ぐ状況になっているにもかかわらず、

運営の仕組みは、

適切なコスト回収だけを意図した一九七五年当

市場情報

の現在の配入源として

うに配分するかは大きな問題である。

このように、

市場運営者が市場情報に対して戦略的な収

時の古い仕組みのままである。現在のような独占的性格の強い配信・課金体系で今後も公正さを維持できるのか、 あるいは市場間での収益配分のあり方が適切か、といった点が問い直される必要があると思われる。

5 市場情報に関する諮問委員会

求め、これに基づいて市場情報の料金体系や配信のあり方を考えようというものであった。具体的には、それぞ いうものであった。 れ算定し、共通経費部分を利用割合に応じて各市場に割り当てることで合計としての個別コストを算出しようと れの市場が負担している情報配信のための個別のコストと、共通経費として全体で負担しているコストをそれぞ かめる方法がない。そのため、SECはそれぞれの市場運営者に対して、市場情報の配信コストを開示するよう を提言した。SECの認識は、 以上のような問題意識のもとで、SECは一九九九年のコンセプト・リリースで、コストベースのアプローチ 現在の課金体系では情報配信のための純粋なコストを反映しているかどうかを確

引所の業務から情報配信にかかるコストだけを取り出して算出すると言っても、どこまでが情報配信コストと見 格設定に用いられた手法であるが、現在ではあまり使われなくなっているとして否定された。コストベースアプ ローチは、まず正確なコストの計測が困難であるという点でかなり非現実的である。とりわけ、多岐にわたる取 諮問委員会では、こうしたコストベースのアプローチはかつては公共交通や水道、 ガスといった公益企業の価

営者にとってコスト削減のインセンティブが生まれにくく、結果的にコストを膨張させることが多い。また逆に、 また、コストベースのアプローチは、結果的にかかったコストが回収されるように価格が決められるので、運 なしうるかはかなりあいまいである。

運営者が経営努力をはらってコストを削減しても、今度はそれに応じて価格も下げられてしまうので、 経営努力

参入をゆるし、市場運営者が複数の情報処理業者に情報を販売することで処理業者間の競争を促すというアプロ の芽も摘んでしまいかねないからである。 諮問委員会では、多数派の結論として、現在のSIACに加えて、市場情報処理業務に情報ベンダーの自由な

チが提唱された。

ドから不満の声があがっている。たとえば、SIACが独占的に業務を行っているため競争圧力が十分でなく、 分の二、三分の一ずつ出資していることから、この情報処理業務による収入も最終的にはこれら両取引所に入る SIACは、市場情報の最大の「生産者」であるニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所がそれぞれ三 技術革新が進んでいない点や、一般ベンダー側がSIACとの市場情報利用契約の中で情報利用の方法など詳細 仕組みである。また、SIACの運営のされ方についても、一般ベンダーや証券業者など市場情報の買い手サイ な情報提供を求められ、これが技術情報の漏洩になりかねないといった点が指摘されている。 現在の情報処理の方式では、単一の情報処理業者であるSIACが、独占的に情報処理業務を請け負っている。

最終的にはSECの判断によるが、諮問委員会では、もしSECが複数業者による競争モデルを採用しない場合 複数業者方式で委員会内の意見が一致したわけではないことをことわっている。どういった方式を採用するかは、 て業界全体で重複投資を行うことになって無駄ではないかといった異論が委員会内にあることも併記しており、 競争入札による情報処理業者の選別や、現在のガバナンスのありかたの改善など、一定程度の制度改善が 諮問委員会では、こうした複数情報処理業者方式を採用すると、固定的な情報処理システムに対し

必要であるという点で一般に合意したと述べている。

- 1 清水葉子 (一九九九a) (一九九九b) 参照
- 2 SIA/Arthur Anderson (1999) 参照

3

SEC (1999) 参照。

4 用料については諮問委員会レポート参照のこと。 一九九八年時点での課金体系については、清水 (二〇〇一)参照。 ただし、 現在では一部改定されており、 最新の利

参考文献

SIA/Arthur Anderson (1999) "White Paper on Market Data Pricing", June 1999.

SEC (1999) Concept Release (1999) "Regulation of Market Information Fees And Revenues", Release No. 34-42208; File No. S7-28-

99, December 1999.

清水葉子(一九九九a)「証券取引所の市場情報収入」『証研レポート』一九九九年八月、一五七三号。

(一九九九b) 「証券取引所の市場情報収入 (2)」 『証研レポート』一九九九年九月、一五七四号。

(二〇〇一) 「証券取引所の市場情報収入」 『証券経済研究』二〇〇一年七月、第二六号。

(しみず ようこ・客員研究員)

· 証研レポート既刊目録 ------

1604 (2002. 3)	執筆者	1613 (2002.12)	執筆者
清算機関のガバナンス	二上	市場間競争と証券取引所	二上
- 市場インフラと競争 -		中国のQFII制度の導入	王
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本		
米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木	1614 (2003. 1)	
		日本の産業・企業再生の行方	二上
1605 (2002. 4)		日中の経済関係について	王
中国株式市場の形成と国有企業改革	王	米国のストックオプション制度とその問題	三木
米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木	初期のロンドン証券取引所	清水
債券取引の電子システム	清水		
		1615 (2003. 2)	
1606 (2002.5)		ドイツ取引所の上場制度再編	二上
日本版金融ビッグバンの評価	二上	- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -	
中国の証券行政	Ξ.	機関投資家とオルタナティブ投資	三木
- 中国版 S E C (中国証券監督管理委員会)の誕生 -	_	ITバブル期の米国企業金融	伊豆
外為取引の減少と電子取引	伊豆		,
7 / M3 / M31 - 7 / M3	,	1616 (2003. 3)	
1607 (2002. 6)		中国株式市場の問題点について	王
資産管理型営業の再考	二上	わが国の最良執行の現状について	三木
中国の個人投資家	王	スーパーモンタージュ導入の影響	吉川
中国の個代投資家 投資顧問業者の注意義務について(1)	三木	スーパー ピンテーノュ 導穴の影響 - ナスダックによる予備的分析 -	П/II
- 運用機関の受託者責任より -	_/\	ノスノンノになる」、開門リカ州	
- 建州城県の文配百負任なり -		4047 (0000 4)	
4000 (0000 7)		1617 (2003.4)	= ⊦
1608(2002.7)	二上	東証、上場廃止基準を強化	_Е
家計の金融資産を取り巻く状況		- 急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり - 日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	±\\ □
投資顧問業者の注意義務について(2)	三木 清水	ロ本にのけるティストレスト社会で場の現状と課題 ナスダック・ドイチェラント	松尾 吉川
ペイオフと地方公共団体の公金管理	用小	・ナスダック・ドイデェフンド - ナスダックの新たなヨーロッパ戦略 -	ㅁ끼
		- アスタックの新たなヨーロッパ戦略 - 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水
1609 (2002. 8)		第一人世介入戦前後のロンドノ証分 取 可加	用小
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1	•	1010 (0000 6)	
トランジション・マネジメント	三木	1618 (2003. 6)	/m —
ITバブル後の国際資本移動について	伊豆	欧米証券取引所の国際化について	伊豆
		欧州委員会による株式決済市場改革	吉川
1610 (2002. 9)	-	不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水
ワン・ストップ・サービスの論点	二上		
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2		1619 (2003. 8)	
ユーロクリアとクレストの合併	吉川	オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上
		マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点	
1611 (2002.10)		米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆
証券代理店構想について	二上	クリアネットとLCHの合併	吉川
社会的責任投資とエコファンド	三木	- ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網 -	
スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	、清水		
		1620 (2003.10)	
1612 (2002.11)		株券不発行制度の導入	二上
中国株式市場の機能について	王	- 変貌する有価証券制度 -	—
機関投資家と株券貸借取引	三木	米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾
「第二期グローバル化」論について	伊豆	株価指数とは何か	吉川
		- MSCIジャパン指数先物の取引停止 -	
		地域通貨の機能は何か	清水

(財)日本証券経済研究所の

ホームページのご案内

http://www.jsri.or.jp/

JSRI について 証券図書館 証券関係論文・記事データベース

 TOPICS
 蔵書検索
 LINK 集

 出版物案内
 株式投資収益率
 証券経済学会

講演会録 証券年表

JSRIについて 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

T O P I C S 当研究所等に関する最近の動向や新刊書の案内等を掲載 しています。

田 版 物 案 内 「証券レビュー」「証研レポート」の全文、「証券経済研究」の各論文要旨を掲載。また、定期刊行物のバックナンバー一覧 単行木の内容紹介と目次もご覧いただけま

ンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけま す。著者名・書名・論文名による検索も可能です。

「講演会録」平成12年12月以降に開催した講演会録をお読みいただけます。

「証 券 図 書 館」 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

| 蔵 書 検 索 | 証券図書館(東京)所蔵の雑誌を除く全ての書籍を著者名、書名などで検索できます。また、新着資料案内で新規受入れ書籍を一覧することもできます。

【株式投資収益率】 2002年の概要を紹介するとともに、市場収益率の年別・ 月別のデータや、産業別・銘柄によるランキングを掲載。

| 証 券 年 表 1996年から現時点の2カ月前までの記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、日付ごとに記事の一覧ができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。記事は逐次、月単位で追加しております。

証券関係論文・ 記事データベース 係の論文・記事を収録しています。2000年から現在まで 2週間ごとにデータを追加しており、論文名、執筆者 名、等により検索できます。

L I N K 集 他機関のウェブ・サイトにリンクして官公庁、証券関連 機関、国内外のシンクタンク、全国の大学、各学会等、 調査・研究に関連のあるサイトにアクセスできます。

| 証券経済学会 | 当研究所が事務局を引き受けている「証券経済学会」に関する情報を公開しています。学会の紹介、大会・部会のお知らせ、入会案内、機関誌の紹介等を掲載しています。

証券図書館

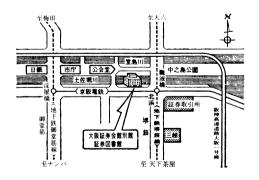
証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、 ご利用いただけます。

所 在 地 大阪市中央区北浜 2 - 1 - 5 大阪証券会館別館 5 階 T E L (06)6201 - 0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30 土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

- 図 書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、 経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社 史等を集めております。
- 雑 誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道 順

- 1.地下鉄(御堂筋線)淀屋 橋駅下車、京阪地下道徒 歩約7分で大阪証券会館 別館地下連絡口(23番出 口)へ。
- 2.地下鉄(堺筋線)北浜駅 又は京阪北浜駅下車す ぐ。

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可 (偶数月第二月曜日発行)

証研レポート第一六二一号 一〇〇三年十二月八日発行

2003年12月号

— _{発行所} **財団法人** 日本証券経済研究所 大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館 電話(06)6201 0061(代表)Fax(06)6204 1048 http://www.jsri.or.jp

定価400円(本体381円)